

增持 维持

中国石化（600028）

2011 年 2 月 18 日

可转债发行有助于业绩稳步增长

石化行业分析师：邓勇
SAC 执业证书编号：S0850200010381
dengyong@htsec.com
021-23219404

2 月 17 日收盘价 9.27 元，6 个月目标价 11.05 元

中国石化公布可转债发行方案

中国石化公布了 230 亿元 A 股可转债发行公告，方案主要内容包括：

（1）除控股股东外的原 A 股股东按每股配售 3.314 元可转债的比例优先认购，按照 1000 元/手转换成手数，每 1 手为一个申购单位。目前中国石化除控股股东外共有 A 股 41.64 亿股，可优先认购 1379.95 万手（约 138 亿元可转债）。

（2）除控股股东以外的原 A 股股东优先配售后余额部分按照 50%：50%的比例进行网下和网上发行。机构投资者参与网下申购的下限为 5000 万元；一般社会公众投资者的网上申购下限为 1000 元。

（3）本次发行的石化转债不设定持有期限限制，投资者获得配售的石化转债于上市首日即可交易。

（4）本次发行的可转债期限为发行之日起 6 年，即自 2011 年 2 月 23 日至 2017 年 2 月 23 日。

（5）可转债票面利率为：第一年 0.5%、第二年 0.7%、第三年 1.0%、第四年 1.3%、第五年 1.8%、第六年 2.0%。

（6）初始转股价格为 9.73 元/股，转股起止日期为自可转债发行结束之日满 6 个月后的第一个交易日起至可转债到期日止（即 2011 年 8 月 24 日至 2017 年 2 月 23 日止）。

（7）债券到期偿还。公司于本次可转债期满后 5 个工作日内按本次发行的可转债票面面值的 107%（含最后一期利息）赎回全部未转股的可转债。

（8）转股价格的修正条款。在本次发行的可转债存续期间，当发行人 A 股股票在任意连续 30 个交易日中有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 80%时，发行人董事会有权自该事实发生之日起 10 个工作日内提出转股价格向下修正方案并提交股东大会审议表决。

（9）有条件赎回条款。在本次发行的可转债转股期内，如果发行人 A 股股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价不低于当期转股价格的 130%（含 130%），发行人有权按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债。

（10）回售条款。在本期可转债存续期间，若募集资金运用的实施情况与《募集说明书》中的承诺相比出现重大变化，持有人有权按面值的 103%（含当期利息）的价格向发行人回售其持有的部分或全部可转债。

（11）几个重要的时间点。2 月 22 日为除控股股东外的原 A 股股东优先配售股权登记日；2 月 23 日为除控股股东外的原 A 股股东优先认购日，网上、网下申购日。

点评:

1. 转债方案好于我们此前的预期

230 亿元可转债中的 60%（即 138 亿元）向流通股股东优先配售。在控股股东放弃优先认购的情况下，本次发行的可转债大部分（即 60%）向原有 A 股股东优先配售，显示了对原有老股东的重视。这一优先配售比例要好于此前我们预期的 50% 的配售比例。

9.73 元的转股价较 2 月 17 日收盘价溢价近 5%，显示了公司对未来发展充满信心。本次发行的 230 亿元的可转债将从今年 8 月 24 日开始进入转股期，本次定出的 9.73 元的转股价几乎是 2010 年下半年以来公司股票的最高价。较目前股价更高的转股价显示了公司对未来业绩增长充满信心。

我们认为推动公司股价上涨的催化剂主要包括：（1）业绩稳步增长。虽然油价高企影响了炼油业务盈利，但凭借前几年的积累，以及化工等业务的发展，我们认为公司 2011-12 年将会有不错的业绩增幅。（2）成品油定价机制进一步市场化将有助于公司估值水平的提升。（3）海外油气资产注入预期。目前公司在海外有丰富的油气资产，我们认为在时机成熟的情况下，将会有注入上市公司的可能性。

转股对业绩的摊薄有限。按照 9.73 元的转股价格计算，230 亿元的可转债全部转股后，公司总股本将增加 23.64 亿股，增加比率只有 2.73%，对 EPS 的影响不大。

2. 转债项目将进一步推动公司炼化业务发展

可转债基本情况。根据 2010 年 5 月公司公布的股东大会资料，公司拟发行可转债总额不超过人民币 230 亿元，每张面值 100 元，按面值发行；发行期限为发行之日起 6 年；发行的可转债票面利率不超过 2.5%；转股期为可转债发行结束之日满 6 个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。

发行可转债的募集资金将用于武汉 80 万吨/年乙烯工程、安庆分公司含硫原油加工适应性改造及油质量升级工程、石家庄炼化分公司油质量升级及原油劣质化改造工程、榆林-济南输气管道项目及日照-仪征原油管道及配套工程项目。

可转债的发行将推动以上项目的顺利进行，为公司乙烯产能扩张，以及油品质量提高，油气管道建设等做出一定贡献。

3. 业绩预测

油价的上涨（2010 年布伦特原油均价达到 79.62 美元/桶，同比增长 28.49%）、炼油毛利稳定且原油加工量产能扩张，我们预计未来几年将保持稳步增长态势。即使考虑公司可能计提一定的资产减值准备，我们仍维持之前的盈利预测，预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.82、0.85、0.91 元。

表 1 中国石化 EPS 的敏感性分析（元）

		炼油业务 EBIT（美元/桶）						
		0.50	1.00	1.50	2.00	2.50	3.00	3.50
原油价格（美元/桶）	55.00	0.60	0.63	0.67	0.71	0.75	0.79	0.83
	60.00	0.66	0.69	0.73	0.77	0.81	0.85	0.89
	65.00	0.71	0.75	0.79	0.83	0.87	0.91	0.94
	70.00	0.77	0.81	0.84	0.88	0.92	0.96	1.00
	75.00	0.82	0.86	0.90	0.94	0.98	1.02	1.06
	80.00	0.88	0.92	0.96	0.99	1.03	1.07	1.11
	85.00	0.93	0.97	1.01	1.05	1.09	1.13	1.17
	90.00	0.99	1.03	1.07	1.11	1.14	1.18	1.22

资料来源：公司公告，海通证券研究所

4. 维持“增持”投资评级

可转债的发行将有助于未来几年公司业绩稳步增长，我们继续维持“增持”投资评级，并将公司目标价从 9.87 元上调至 11.05 元，对应 2011 年 PE 为 13 倍。未来值得关注的事件包括：成品油价格的上调、油气资产收购、成品油定价机制进一步改革等。

5. 风险提示

原油价格大幅波动、成品油价格调整滞后都将会对公司业绩有较大影响。



相关研究：

中国石化：2010 年经营数据点评（增持，维持）20110124

中国石化：安哥拉资产注入，上游业务盈利增强（增持，维持）20101029

中国石化：集团收购 Repsol（巴西）40%股权（增持，维持）20101008

中国石化：目前处于最佳油价区间，高盈利有望继续维持（增持，维持）20100823

中国石化：上半年经营数据分析（增持，维持）20100721

中国石化：投资者交流会议纪要（增持，维持）20100604

中国石化：2010 一季报点评（增持，维持）20100429

中国石化：海外油气资产收购迈出坚实一步（增持，维持）20100329

中国石化：2009 年经营数据分析（增持，维持）20100120

中国石化：第三季度季报点评（增持，维持）20091030

中国石化：预计本月底国内成品油价格将上调（增持，维持）20091020

中国石化：集团成功收购 Addax 公司（增持，维持）20090819

中国石化：2009 年上半年经营情况分析（增持，维持）20090722

中国石化：炼油业务扭亏为盈；化工业务好于预期（增持，维持）20090429

中国石化：库存下降为 2009 年业绩增长打下坚实基础（增持，维持）20090330

信息披露

分析师声明

邓勇：石化与基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中国石化、中国石油、盐湖钾肥、云天化、华鲁恒升、柳化股份、兴化股份、兴发集团

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	投资评级分为股票评级和行业评级			
	以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；			
	股票投资评级	类别	评级	说明
		买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；	
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；	
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；	
减持		个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；		
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。	
		增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；	
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；	
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。	

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。